

■ 价值看台 | Value

复星医药 有望持续稳健发展

□银河证券研究所 李鹏鹏

复星医药(600196)08年实现主营业务收入37.73亿元,主营业务利润8.36亿元,归属于上市公司股东的净利润6.91亿元,归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润3.26亿元,同比分别增长2.16%、10.48%、10.40%和0.02%。

公司08年的业绩略低于预期,我们预测其08年收入增长2.57%(实际增长2.16%),预测08年EPS为0.61元(实际为0.56元)。造成公司业绩低于预期的主要原因是并表范围改变、费用增加以及投资收益增速不如预期。07年12月起公司撤销对医药工业企业广西花红的报表合并,08年7月起医药商业企业湖北天下明因其股权被出售而不纳入公司并表范围。剔除以上两个合并范围变化影响,经与08年合并口径调整一致后,08年度公司营业收入较07年度增长19.32%。通过对比可发现,08年公司的期间费用率上升3.32个百分点,其中管理费用率增加2.31个百分点,销售费用率和财务费用率分别增加0.01个百分点和1个百分点,三项费用合计增加达到1.24亿元,公司还计提了资产减值损失2051万元,合计影响每股收益约0.11元。国药控股的投资收益只有2.86亿,较预期的3.35亿明显偏低,一个原因是公司持有的股权比例由原来的49%减少到47.04%。

	盈利预测综合值一览	2006A	2007A	2008A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	4082.09	3693.30	3773.23	4084.34	4128.55	4557.50	
增长率(%)	36.59	-9.52	2.16	10.59	1.08	10.39	
归属母公司股东的净利润(百万元)	257.9	625.78	690.86	837.47	755.4	894.7	
增长率(%)	62.17	142.64	10.4	33.83	-9.8	18.44	
每股收益(摊薄)(元)	0.2709	0.5056	0.5581	0.6766	0.6103	0.7228	
市盈率	49.39	26.46	23.97	19.78	21.92	18.51	
PEG	0.79	0.19	2.3	0.58	-2.24	1	

公司合并报表中医药工业和医药商业的销售稳步增长。报告期合并报表中医药工业和商业的收入分别达到19.80亿元和9.52亿元,增速分别为14.65%和10.52%,但医药工业的毛利率下滑至39.33%,降低3.97个百分点,更重要的是由于总部要承担控股层面的管理费用和财务费用,所以单从报表上看,该部分营业利润是亏损的,亏损金额约3950万,约合每股0.03元。公司参股性质长期投资是业绩提升的主要助力。国药控股继续保持高速增长,国药控股继续保持并强化我国药品分销第一的地位,其批发、分销业务规模在上海、北京、天津、广州、深圳、沈阳市场均位居前列。08年,国药控股实现销售收入381亿元,同比增长22.84%;实现净利润6.1亿元,同比增长60.53%,整合所带来的行业领先优势进一步强化。08年由国控带来的投资收益达到2.86亿元,约合每股0.23元,占营业利润比重达到35.44%,仍然是公司利润构成中十分重要的部分。报告期内,天药股份、金象药房、上海药房、南京老山、广西花红等重要参股企业发

展势头良好,测算显示这些企业贡献的利润约8067万元,约合每股0.07元。另外,根据公司投资收益总额、在按权益法核算的被投资公司的净损益中所占的份额推算,公司其他一些参股公司贡献业绩约6120万元,约合每股0.05元。

报告期内,公司有一系列股权转让行为,其中较为重要的包括转让友谊复星、湖北天下明、国药控股和浙江海宏的股权,共获得收益0.03元。公司参股性质长期投资是业绩提升的主要助力。国药控股继续保持高速增长,国药控股继续保持并强化我国药品分销第一的地位,其批发、分销业务规模在上海、北京、天津、广州、深圳、沈阳市场均位居前列。08年,国药控股实现销售收入381亿元,同比增长22.84%;实现净利润6.1亿元,同比增长60.53%,整合所带来的行业领先优势进一步强化。08年由国控带来的投资收益达到2.86亿元,约合每股0.23元,占营业利润比重达到35.44%,仍然是公司利润构成中十分重要的部分。报告期内,天药股份、金象药房、上海药房、南京老山、广西花红等重要参股企业发

展势头良好,测算显示这些企业贡献的利润约8067万元,约合每股0.07元。另外,根据公司投资收益总额、在按权益法核算的被投资公司的净损益中所占的份额推算,公司其他一些参股公司贡献业绩约6120万元,约合每股0.05元。

由于公司已经采取诸多措施,且复星下属的主要控股和参股公司的良好发展态势将确保公司安全,即使资本市场状况不佳影响其PE投资的变现速度,公司仍可依赖控股和参股公司的稳定分红、二级市场的套现以及信贷资金等方式来维持正常运营,而不会出现资金断流问题,所以我们认为公司的商业模式可以持续。公司的整合工作也正在逐步进行,可通过制度管控,提升控股和参股公司效率,这使公司可以坚持内生式增长、外延式扩张、整合式发展并举的发展战略,持续优化与整合医药产业链

3.23万元,减少比例为33.69%。公司已着手调整债务结构,降低有息负债总额,降低短期负债比例,降低短期财务风险。公司还有较强的银行信贷支持,有超过10亿的货币资金及大量的可变现资产,公司经营活动所产生的现金流量净额为2.33亿元,同比增加1.02亿元,这些都表明公司在经济增速下滑阶段更重视保持现金流的稳定以规避风险。

由于公司已经采取诸多措施,且复星下属的主要控股和参股公司的良好发展态势将确保公司安全,即使资本市场状况不佳影响其PE投资的变现速度,公司仍可依赖控股和参股公司的稳定分红、二级市场的套现以及信贷资金等方式来维持正常运营,而不会出现资金断流问题,所以我们认为公司的商业模式可以持续。公司的整合工作也正在逐步进行,可通过制度管控,提升控股和参股公司效率,这使公司可以坚持内生式增长、外延式扩张